

布局“一带一路”，战略抄底海外油气，进军中大型石油公司

核心观点：

- **2014 年完成转型，已成为中型油气公司，借力“一带一路”国际化**
 公司通过分批处置非油气资产、于 2014 年增发收购哈国马腾石油 95% 股权，实现主营业务由房地产向油气行业转型；去年收购哈国克山油田，开始逐步注入在产稳产的优质油田资产。公司借力“一带一路”国家战略，秉承“油气并举”和“双轮驱动”的发展战略，目标在未来 3 年发展成为年产 500 万吨以上的国际化独立石油公司。
- **拟募资 152 亿元，大手笔抄底海外油气资产，进军中大型油气公司**
 公司拟增发募资 82 亿元并配套融资 70 亿元共 152 亿元，通过平台公司上海沈洲鑫科收购 3 项海外优质油气资产，分别为阿尔巴尼亚的班克斯公司 100% 股权（除俄罗斯之外的欧洲陆地最大油田）、俄罗斯的雅吉欧公司 51% 股权（位于俄罗斯最大的西西伯利亚天然气主产区）和基傲投资 100% 股权（NCP 公司 65% 股权，拥有哈国滨里海近 1 万平方公里的勘探区块），在低油价背景下大手笔战略抄底海外油气。
 此次收购完成后，公司原油剩余可采储量将从 2.18 亿桶增加到 5.53 亿桶，增长 1 倍以上；年产量则将从 65 万吨增加到 364 万吨，增长 5 倍左右。每万股拥有原油剩余可采储量从 963 吨提到 1349 吨；每万股对应的原油产量从 2.9 吨提升到 8.9 吨，将近原来的 3 倍；对油价的业绩弹性也将大大增加，每上涨 10 美元/桶将增厚净利润约 10 亿元。
- **投资建议：**假设 2016-2018 年 Brent 平均油价分别为 42、50 和 60 美元/桶；假设此次收购 2016 年 10 月完成交割，预计 2016-2018 年原油产量为 115、400 和 500 万吨；我们预计公司 2016-2018 年归属于母公司净利润分别为 0.80 亿元、13.85 亿元和 32.31 亿元；按本次增发后 41 亿股本全面摊薄，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.34 元和 0.79 元，给予“推荐”评级。

指标	2014A	2015E	2016E	2016 年化	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,387	1,229	2,229	6,978	9,230	13,845
营业收入增长率				468%	32%	50%
净利润（百万元）	85	3	80	249	1,385	3,231
净利润增长率	/	/	/	8208%	317%	133%
EPS（元）	0.02	0.001	0.02	0.06	0.34	0.79
P/E	/	/	/	129	23	10

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

洲际油气（600759.SH） 推荐

分析师

王 强

☎：(8621) 20252621

✉：wangqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080002

袁孝锋

☎：(8621) 20252676

✉：qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

市场数据 时间	2016.4.1
A 股收盘价(元)	7.85(2015.9.18 停牌)
A 股一年内最高价(元)	21.80
A 股一年内最低价(元)	6.12
上证指数	3009.53
市净率	3.64
总股本（亿股）	22.64
流通股本（亿股）	15.81
总市值（亿元）	178
流通 A 股市值(亿元)	124

相关研究

- 《石化化工国企改革之中国化工集团篇——暨中国化工集团收购先正达》 2016.02
- 《PTA 行业有望迎来拐点——石化化工供给侧改革报告之一》 2016.02《惠博普（002554）：油气装备海外 EPC 保增长，环保及管道业务促成长》 2016.01
- 《供给侧改革联合专题报告：不破不立，浴火重生》 2016.01
- 《石化行业 2016 年度策略：关注国企改革、天然气和 PTA》 2015.12
- 《长百集团（600856）：天然气全产业链布局的最佳投资标的》 2015.06

投资概要

驱动因素、关键假设及主要预测：

公司拟增发募资 82 亿元并配套融资 70 亿元共 152 亿元，通过平台公司上海浔洲鑫科收购 3 项海外优质油气资产，分别为阿尔巴尼亚的班克斯公司 100% 股权（除俄罗斯之外的欧洲陆地最大油田）、俄罗斯的雅吉欧公司 51% 股权（位于俄罗斯最大的西西伯利亚天然气主产区）和基傲投资 100% 股权（NCP 公司 65% 股权，拥有哈国滨里海近 1 万平方公里的勘探区块），在低油价背景下大手笔战略抄底海外油气。

此次收购完成后，公司原油剩余可采储量将从 2.18 亿桶增加到 5.53 亿桶，增长 1 倍以上；年产量则将从 65 万吨增加到 364 万吨，增长 5 倍左右。每万股拥有的剩余可采储量从 963 吨提升到 1349 吨；每万股对应的原油产量从 2.9 吨提升到 8.9 吨，将近原来的 3 倍；对油价的业绩弹性也将大大增加，每上涨 10 美元/桶将增厚净利润约 10 亿元。

2016 年原油供过于求的局面会改善，但可能主要体现在下半年，油价可能前低后高。之前 30 美元以下的油价已跌破了除中东以外的大部分石油公司的完全成本，也增加了主要产油国的政治动荡风险。我们认为在 OPEC 减产预期破灭之前，油价不大会有的风险；要注意减产落空和库存累积可能会带来油价的回调，但再创新低的概率不大，今年底有望回到 40~50 美元的区间。

我们与市场不同的观点：

油价之前一路走低，供应过剩和需求不振被视为关键因素；主要产油国转变不减产态度并同意“冻产”催生了本轮油价反弹；未来一段时间，油价企稳回踩还是反弹向上的核心因素转向供给端，主要看 OPEC 冻产政策的实施程度。

油价底部区域，海外抄底最佳时机

当前 30~40 美元/桶的国际油价，从长周期来看基本已处于底部区域，未来进一步下跌的空间不大，是抄底海外优质油气资源的最佳时机。公司借力国家“一带一路”战略，秉承“油气并举”和“双轮驱动”的发展战略，未来有望成为中大型的国际化石油公司。

估值与投资建议：

假设 2016-2018 年 Brent 平均油价分别为 42、50 和 60 美元/桶；假设此次收购今年 10 月完成交割，预计 2016-2018 年原油产量为 115、400 和 500 万吨；我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 0.80 亿元、13.85 亿元和 32.31 亿元；按本次增发后 41 亿股本全面摊薄，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.34 元和 0.79 元，给予“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

国际原油价格企稳反弹；海外资产收购顺利进行。

主要风险因素：

油价再度下跌难以企稳，增发及收购进程低于预期，海外政治风险，汇率风险

目 录

一、拟募集资金 152 亿元，大手笔战略抄底海外油气资产.....	1
（一）2014 年转型油气行业，已成为专业化的中型油气公司.....	1
（二）已经形成完整的油气田勘探开发管理体系	2
（三）设立平台公司，拟大手笔收购 3 项优质海外油气资产	2
二、收购若完成，原油储量增长约 2 倍、产量增长约 5 倍.....	6
（一）班克斯项目——地质储量逾 8 亿吨，欧洲大陆最大油田	6
（二）雅吉欧项目——单井平均日产量高达 400 吨，俄罗斯整装新油田	8
（三）基傲项目——近 1 万 km ² 的滨里海勘探区块，增储潜力巨大	11
（四）马腾油田及克山油田——顺利交接、平稳运营	13
（五）苏克公司——主导管理、利润分成，吸引斯伦贝谢投资参与	15
（六）聚焦常规油气，本次收购若完成，体量将大增	17
三、借力“一带一路”国家战略，打造民营国际化石油公司	18
（一）油价底部区域，海外抄底最佳时机	18
（二）借力国家战略，“油气并举”、“双轮驱动”	20
四、投资建议.....	22

图 目 录

图 1: 公司已打造一支专业化国际化油气队伍	2
图 2: 上海浣洲鑫科系为实施本次收购专门设立的平台公司	3
图 3: 收购前, 洲际油气的实际控制人为 HUILing (许玲) 女士	5
图 4: 班克斯公司主要运营位于阿尔巴尼亚的原油区块	6
图 5: 雅吉欧公司的主要油田资产所处俄罗斯最著名的天然气生产地区	8
图 6: 雅吉欧公司的主要油田资产为亚鲁杰伊斯科耶 (Yarudeyskoye) 油田	9
图 7: NCP 公司勘探区块位置	11
图 8: 马腾油田及克山油田均位于哈萨克斯坦油气资源丰富的滨里海地区	13
图 9: 苏克公司原控股架构	15
图 10: 苏克公司与斯伦贝谢签订了合作开发苏克气田框架协议	16
图 11: 公司本次收购完成后, 油气矿权和勘探面积将大大增加	17
图 12: 2014 年油价大跌以来的 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)	18
图 13: 2014 年原油价格暴跌以来, 美国油气钻机数呈现断崖式下跌	19
图 14: 目前 40 美元/桶的价格已处于长周期的底部区域	19
图 15: 横贯欧亚的“一带一路”战略	20
图 16: 通过本次收购, 公司资源量将得到一次飞跃式的提升	22
图 17: 通过本次收购, 公司单位股本的储量和产量也显著提升	22

表 目 录

表 1: 计划收购的三项优质海外油气资产	3
表 2: 收购上海浣洲鑫科 99.99% 股份的交易对价	4
表 3: 班克斯公司油田剩余可采储量 (百万桶)	7
表 4: 班克斯公司油田条件资源量 (百万桶)	7
表 5: Yarudeyskoye 油田剩余可采油气储量	9
表 6: NCP 公司所持有的 5 个勘探区块预测石油资源量	12
表 7: 马腾油田和克山油田拥有 2.2 亿桶的剩余可采储量	14
表 8: 公司本次收购后储量增长超 2 倍、产量增长超 6 倍	17
表 9: 2015 年全球石油公司业绩均大幅下降	18

一、拟募集资金 152 亿元，大手笔战略抄底海外油气资产

（一）2014 年转型油气行业，已成为专业化的中型油气公司

公司于 1996 年 10 月挂牌上市，原名称为海南华侨投资股份有限公司，主营业务为高新技术项目及产品的投资、开发、生产与经营、能源基础产业投资、开发、经营；房地产、旅游资源、旅游业服务、旅游产品开发经营；建筑材料生产、销售；2007 年 12 月，更名为海南正和实业集团股份有限公司；2008 年 4 月，主营业务变更为房地产、旅游资源、旅游产品开发、经营等。

2014 年，是公司实现主营业务由房地产向油气行业转型的一年；通过有计划的分批处置非油气资产、非公开发行股票募集资金收购马腾石油 95% 股权，公司成功完成了业务转型，公司的管理团队也随之专业化、国际化。

以 2014 年 6 月 25 日马腾公司 95% 股权成功交割为标志性事件，公司开始逐步注入在产稳产的优质油田资产，为公司发展成为年产 500 万吨独立石油公司的目标奠定了基石。

2014 年 7 月，公司主营业务变更为石油勘探开发和石油化工项目的投资等；8 月更名为“洲际油气股份有限公司”，12 月完成增发后置换预先投入自筹资金，全面转型为油气公司。2014 年 12 月，公司非公开发行股票 521,042,084 股，发行完成后，公司总股本增加到 1,741,159,629 股。广西正和持有公司 511,600,948 股股票，占发行后总股本的 29.38%，仍为公司控股股东。

首次收购的马腾公司有三个在产油田（即马亭油田、东科阿尔纳油田和卡拉阿尔纳油田），公司利用提液、补孔等技术，对三块油田进行提产增储，均取得了良好的效果。通过滚动扩边勘探获得新含油区，在原油面积范围内和原油面积之外都发现新储量。根据国际权威储量评估机构 GCA 公司为马腾三个油田所做的储量评价报告，截至 2014 年 12 月 31 日，马腾公司三块油田合计剩余可采储量由 2013 年 9 月 30 日的 6,691 万桶更新为 10,750 万桶。此外，公司成功获批了马亭油田工作权益区拓展，新扩面积 87.42 平方公里，为进一步勘探增储拓展了空间。通过对现有资料的初步分析，马亭油田拓展工作权益区内有类似马亭油田局部构造，有望通过滚动勘探，发现一批增储上产目标。

之后，公司把握低油价的战略机遇期，加速推进在哈萨克斯坦的油气并购，马腾公司、卡门区块、克山公司等几个项目累计的可采储量已超过 2 亿桶。

公司 2015 年 3 月 31 日发布与 Gold Investment Group JSC 签署<框架协议>，拟收购 Kamenistoye 区块 100% 的权益（卡门区块），金额初步定为不超过 1.2 亿美元。卡门区块位于哈萨克斯坦曼吉斯套区域，里海的东侧，勘探开发面积 80 平方公里，拥有深浅层 100% 勘探&经营权；按照哈萨克斯坦国家储量标准，该区块可采储量为 890 万吨。

公司同日发布全资子公司上海油沱投资认购上海乘祥投资中心基金份额的公告，上海乘祥之境外全资子公司 AFFLUENCE ENERGY 以 3250 万美元的价格收购 NCP 公司 65% 的股权，上海油沱以 2.6 亿元认购上海乘祥第一期 20% 的基金份额。目标区块为哈萨克斯坦滨里海盆地的五个石油勘探区块，总面积约 9867 平方公里。根据德克萨斯州 S.A. Sehsuvaroglu 专业工程

师 2010 年的出具报告，该五个区块的石油储量和资源量评估共计 14.86 亿吨。

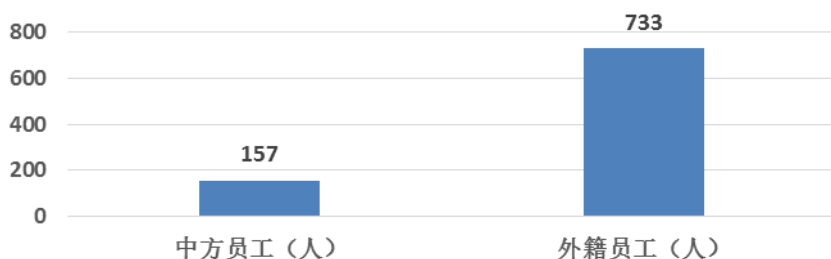
公司 2015 年 4 月 4 日又发布重大资产购买预案，购买哈国 KoZhan 公司 100% 股份（克山公司），交易对价为 3.50 亿美元；并于 2015 年 8 月完成交割。克山公司拥有莫斯科耶即 Morskoe（距 Tengiz 油田约 10 公里，距马腾项目卡拉阿尔纳油田约 30 公里，油田周边的开发基础设施较便利）、道勒塔利即 Dauletaly、卡拉套即 Karatal 三个区块油田 100% 开采权益；三个油田均位于哈萨克斯坦滨里海盆地，勘探开发许可总面积合计约 210.9 平方公里。根据油气资产储量评估公司 Senenergy Oil & Gas (Singapore) Pte. Ltd. 的储量报告，以克山公司油田目前及未来的开发为基础，其剩余可采储量为 11090 万桶；克山公司历史产量为 2013 年 86 万桶，目前在产井合计 26 口。

（二）已经形成完整的油气田勘探开发管理体系

公司已打造了一支国际化的专业油气队伍，目前员工 890 人中外籍员工为 733 人，超过 80%。公司的技术研究团队全部由“三桶油”和一线专业研究机构的专家组成，平均拥有超过 20 年的专业经验，有效控制勘探地质风险和开发设计风险。项目公司技术部、总部勘探开发研究院和上市公司技术委员会形成完善的技术研究、经济评价和风险控制体系。

总部管理团队由优秀职业经理人、银行家、会计师和律师组成，国际化运营方式和专业资本运作为公司快速发展提供原动力。项目团队由具有超过 20 年的国际油气运营经验的中方和当地人士组成，国内先进的技术和管理+本土化管理保证了海外项目的顺利交接和高水平运营。

图 1：公司已打造一支专业化国际化油气队伍



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

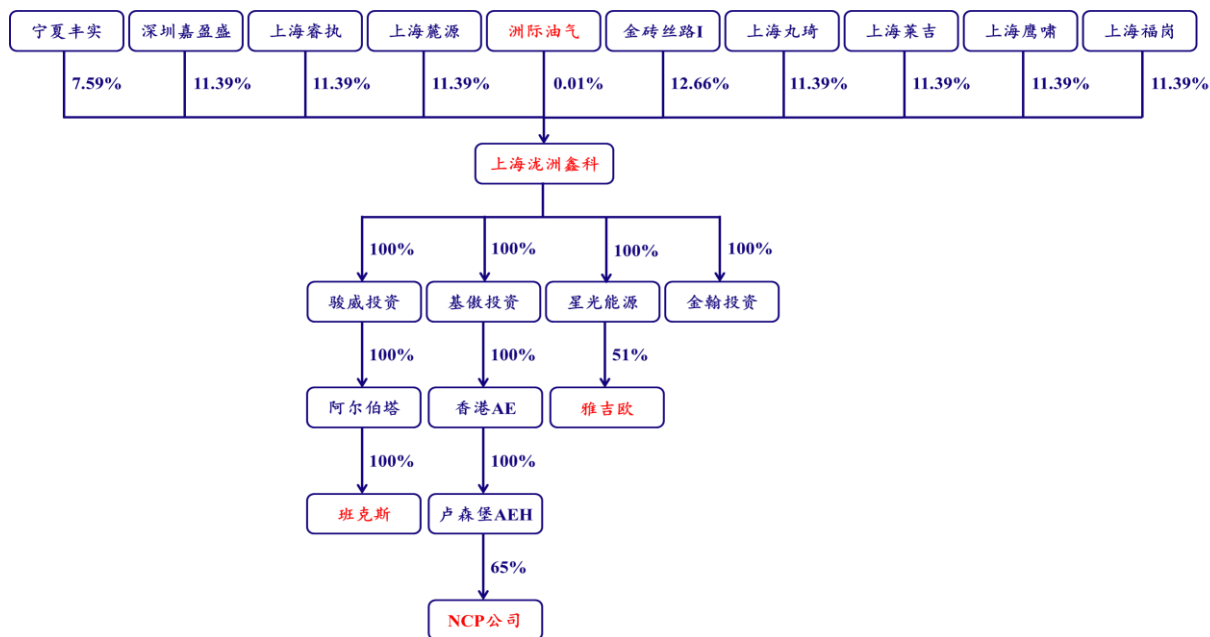
在哈萨克斯坦，公司与当地政商机构建立了融洽和紧密的合作关系。在美国，公司与第一储备基金建立了战略合作伙伴关系，并将在油气投融资方面有实质性实施计划。公司正在持续积极争取国内外优质区块项目的收购。

（三）设立平台公司，拟大手笔收购 3 项优质海外油气资产

2016 年 3 月 21 日，洲际油气在因重大资产重组停牌半年后，发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，披露了公司酝酿的 152 亿元大手笔海外收购计划。公司拟通过发行股份的方式购买金砖丝路一期等 9 名交易对方合计持有的上海浠洲鑫科 99.99% 股权（初步作价 82 亿元），同时拟发行股份募集配套资金（不超过 70 亿元）。

2016年3月18日，洲际油气与金砖丝路一期等9名交易对方签署《发行股份购买资产框架协议》，拟以发行股份的方式购买上述交易对方合计持有的上海浠洲鑫科99.99%股权。双方初步商定上海浠洲鑫科99.99%股权交易作价为82亿元。

图 2：上海浠洲鑫科系为实施本次收购专门设立的平台公司



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

上海浠洲鑫科系为实施本次收购专门设立的平台公司，其自身或其指定的下属子公司拟以现金方式收购以下资产：

表 1：计划收购的三项优质海外油气资产

项目名称	矿权合同	项目类型	资源所在区域	矿权面积 (平方公里)	购买权益比例
雅吉欧石油有限公司	开采证+勘探证	油田	俄罗斯	2003	51%
班克斯石油有限责任公司	开采证+勘探证	油田	阿尔巴尼亚	606	100%
NCP 公司	勘探证	油气田	哈萨克斯坦	9849	65%
合 计				12458	

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

1、班克斯公司 100%股权，采用收益法预估，标的资产预估值为 29.80 亿元；

2、雅吉欧公司 51%股权，采用收益法预估，标的资产预估值区间为 42.20 亿元至 45.50 亿元；

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

3、基傲投资 100%股权，采用资产基础法预估，标的资产预估值为 3.48 亿元，其中主要资产为所持有的 NCP 公司 65%股权。

鉴于上市公司在本次交易前持有上海浣洲鑫科 0.01%的股权，本次交易完成后，上市公司将直接持有上海浣洲鑫科 100%股权，并间接控制标的公司拥有的油气资产权益。

表 2：收购上海浣洲鑫科 99.99%股份的交易对价

序号	交易对方	本次交易前持有上海浣洲鑫科股权比例 (%)	交易对价 (万元)	获得上市公司股份 (股)
1	金砖丝路一期	12.66	103,797.47	151,972,867
2	上海麓源投资	11.39	93,417.72	136,775,580
3	上海睿执投资	11.39	93,417.72	136,775,580
4	宁夏丰实创业	7.59	62,278.48	91,183,720
5	上海九琦投资	11.39	93,417.72	136,775,581
6	上海莱吉投资	11.39	93,417.72	136,775,581
7	深圳嘉盈盛	11.39	93,417.72	136,775,580
8	上海鹰啸投资	11.39	93,417.72	136,775,581
9	上海福岗投资	11.39	93,417.72	136,775,581
合计		99.99	820,000.00	1,200,585,651

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

此外，为提高本次重组绩效，公司还拟募集不超过 70 亿元的配套资金，用于重组标的项目建设、提供给雅吉欧公司用于偿还股东借款、补充上市公司流动资金、支付中介机构费用等。洲际油气拟以竞价方式确定发行价格和发行对象，发行对象为包括实际控制人 HUILing（许玲）控制的深圳中石丝路在内的不超过 10 名（含 10 名）特定对象，其中深圳中石丝路拟认购不低于 7 亿元的募集配套资金。

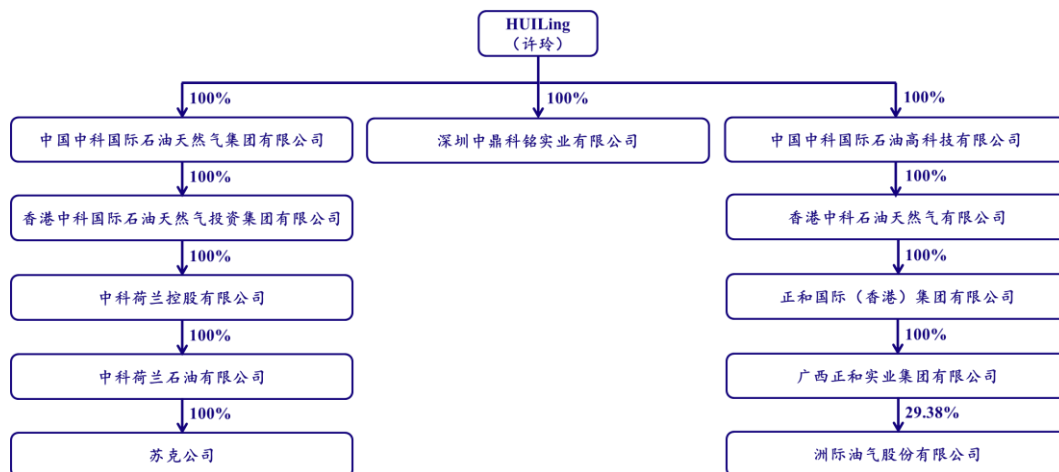
目前，广西正和持有洲际油气股票 665,081,232 股，持股比例为 29.38%，为上市公司控股股东，HUILing（许玲）为实际控制人。

本次交易完成后，无论是否考虑募集配套资金，上市公司控股股东仍为广西正和，实际控制人仍为 HUILing（许玲）。假设上市公司实际控制人 HUILing（许玲）控制的深圳中石丝路认购金额为 7 亿元、发行价格为发行底价 6.83 元/股，那么在本次交易完成后，广西正和及其一致行动人募集资金认购方 HUILing（许玲）控制的企业深圳中石丝路共持有 17.10%的洲际油气股份，控股股东与实际控制人均不发生变更。

此次收购完成后，公司将从中小型公司迈向中大型石油公司，负债从 60%降至 20%左右，公司市值将从本次停牌前的 178 亿扩大至 300~400 亿，原油权益产量达到 350 万吨以上，从

而有望提前实现公司于 2014 年提出的“3~5 年产量达到 500 万吨/年”目标。

图 3：收购前，洲际油气的实际控制人为 HUILing（许玲）女士



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

二、收购若完成，原油储量增长约 2 倍、产量增长约 5 倍

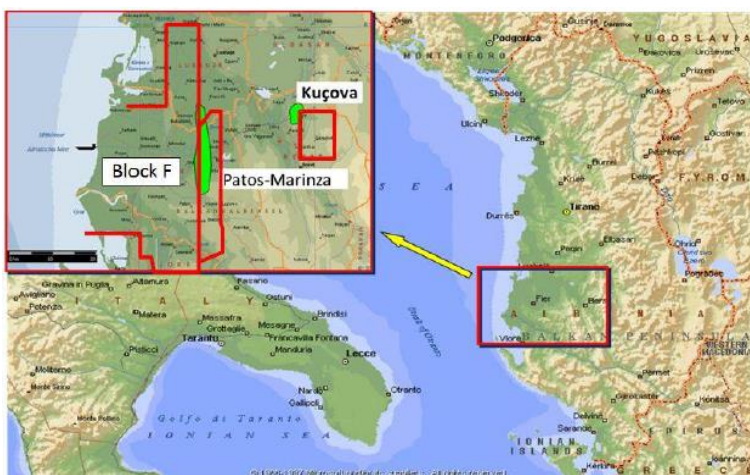
（一）班克斯项目——地质储量逾 8 亿吨，欧洲大陆最大油田

班克斯公司前身成立于 1983 年，现注册于加拿大阿尔伯塔省，在加拿大和英国两地上市，主要运营位于阿尔巴尼亚的 Patos-Marinza、Kucova、Block F 区块。其中，Block F 是勘探区块，尚未进入生产阶段；Patos-Marinza、Kucova 是在产油田区块，是班克斯公司拥有的两个主要区块。

Patos-Marinza 油田位于阿尔巴尼亚南部，矿权面积约 202 平方公里。矿区北部为平原，南部为丘陵。目前该油田主要开发生产区位于矿区中北部，地势平缓。Kucova 油田位于阿尔巴尼亚中心都拉斯盆地的东南部，矿权面积约 53.5 平方公里。Block F 为勘探区块，紧邻 Patos-Marinza 区块，面积约 185,000 英亩（约 750 平方公里）。

Patos-Marinza 油田包括 4 个含油层组，自上而下分别为 G、D、M 和 B 组，共 28 个小层，其中 D1 小层在全区连续。该油田为一向西北方向倾斜的单斜构造，地层倾角 8-13 度。含油层在矿区南部以油砂形式出露地表。Patos-Marinza 油田边界东部为断层分隔，向东南方向地层变薄尖灭，西北部为油水界面，深度约为 1800 米。Patos-Marinza 油田储层为滨浅海-河流沉积细砂岩、中砂岩。储层存在显著侧向变化，胶结松散，物性较好，砂岩平均孔隙度为 25%，渗透率为 100-2000 md。G 和 D 组原油粘度和密度显著高于 M 和 B 组。G 和 D 组原油粘度范围为 400-4000 cp，密度为 4.3-15 API；M 和 B 组粘度范围为 10-900 cp，密度为 7.5-20 API。Kucova 区块位于阿尔巴尼亚中部都拉斯盆地的东南部。都拉斯盆地在陆上延伸到阿尔巴尼亚中部与西南部，海上延伸到希腊西部。盆地具有明显的两级构造环境，其上层包括晚中新世和上新世时代的碎屑岩沉积，覆盖由早中新世，古新世和白垩世晚期的复理石、碳酸盐组成的逆掩断层和侵蚀面。

图 4：班克斯公司主要运营位于阿尔巴尼亚的原油区块



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

为应对不断下行的油价，公司在 2015 年暂时关闭了一部分油井。截至 2015 年 12 月 31

日，班克斯公司在产的生产井 476 口，较 2014 年底的 545 口数量有所减少。Patos-Marinza 油田是欧洲大陆（不含俄罗斯）最大的油田，公司的生产井主要集于此，也贡献了班克斯公司的主要产能。

根据加拿大独立评估机构 RPS Energy Canada Ltd. 于 2016 年 3 月对 Patos-Marinza 油田出具的储量报告，及独立评估机构 DeGolyer and McNaughton Canada Ltd. 对 Kucova 油田出具的储量报告，两个油田的剩余可采储量情况如下：

表 3：班克斯公司油田剩余可采储量（百万桶）

油田名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
Patos-Marinza	122.8	190.3	263.9
Kucova	2.8	12.0	27.6
总计	125.6	202.3	291.5

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

班克斯公司的条件资源量潜力比较大。条件资源量是截止一个给定日期，通过实施开发项目，从已知的石油聚集中潜在可采出的油气估算量。条件资源量的内涵是指钻探发现油气以后，由于存在市场、开采技术和商业性规模等不确定因素，暂不完全符合上述储量四个标准的那部分储量，我国现行的资源/储量分类也无法涵盖这一类别。条件资源量强调开发条件而非强调油气是否存在的可能性。

表 4：班克斯公司油田条件资源量（百万桶）

油田名称	1C	2C	3C
Patos-Marinza	396	562.8	820.6

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

根据油田储量动用程度低、剩余可采储量大的特点，公司制定了收购完成后未来三年内的第一期开发计划。计划新钻水平井 412 口，建设中心处理站、井场集输系统、污水处理系统、中转站、管线及其他地面配套设施。

第一期开发计划实施后，预计油田产能将从目前的 120 万吨提高到 211 万吨，待未来三期产能建设完成后，油田产能能力将达 500 万吨/年。

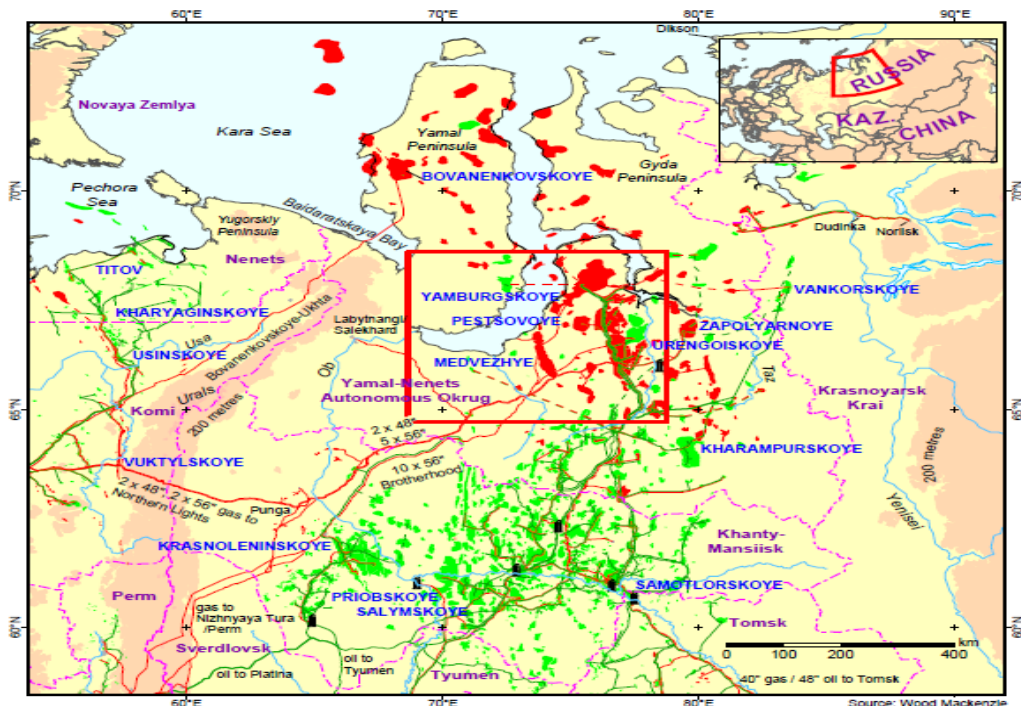
班克斯公司在 2014 年油价高时的净利润约为 7.9 亿元，产量为 20,690 桶/天，单桶净利润约 17 美元左右。

(二) 雅吉欧项目——单井平均日产量高达 400 吨，俄罗斯整装新油田

雅吉欧公司设立于 2003 年，俄罗斯诺瓦泰克（Novatek）持有其 51% 股权，另外 49% 股份由 NPL 所持有。雅吉欧公司的油田资产——亚鲁杰伊斯科耶（Yarudeyskoye）油田——是俄罗斯近年来发现的大型整装常规砂岩构造油藏，位于西西伯利亚亚马尔-涅涅茨自治区的亚鲁杰伊油气区，勘探开发总面积为 2036.29 平方公里，其中开发面积 39.27 平方公里，是 Novatek 旗下 2015 年底建成投产的整装大型油气田。

本次收购的交易对手为诺瓦泰克公司，NPL 所持有的其余 49% 股权将在未来寻求适当时机进行收购。俄罗斯诺瓦泰克公司是俄罗斯最大的独立天然气生产商，在俄罗斯仅次于全世界最大的天然气开采企业俄罗斯天然气工业股份公司（Gazprom，简称“俄气”）。诺瓦泰克公司主要从事天然气和液态烃的勘探、生产、加工和销售，并有 20 年的俄罗斯石油和天然气行业的经营经验；主要经营区域集中在西西伯利亚亚马尔 - 涅涅茨自治区（YNAO）。YNAO 是俄罗斯最著名的天然气生产地区，占俄天然气产量的 90% 和全球天然气产量的约 17%。

图 5：雅吉欧公司的主要油田资产所处俄罗斯最著名的天然气生产地区



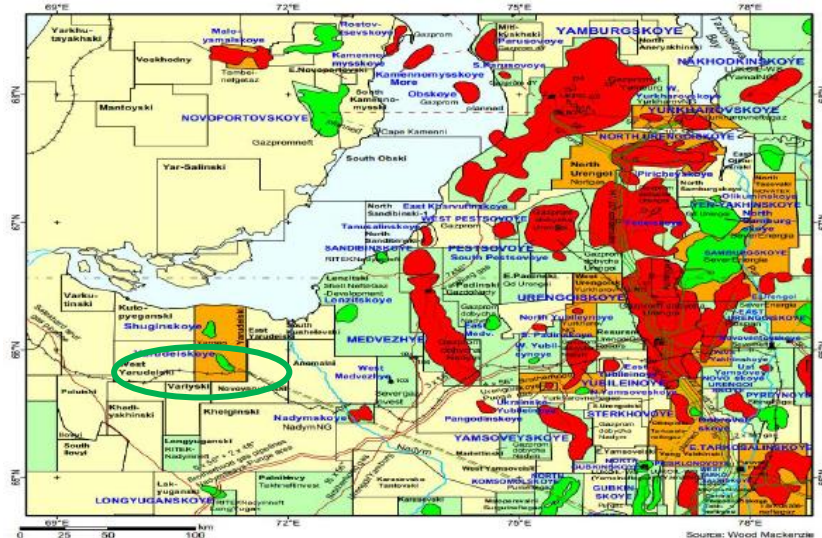
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

油田的主力产层为侏罗系砂岩，属于上气-下油-边底水发育的构造油藏，具有统一的油气界面和油水界面。油田含油面积 39.08 km²，孔隙度 14-27%，渗透率 0.6-417mD，平均 38mD。油质轻（原油密度 0.817g/cm³），地下原油粘度 0.88mPa.s。亚鲁杰伊斯科耶油田是俄罗斯近年来发现的大型整装常规砂岩构造油藏。

雅吉欧公司所拥有的亚鲁杰伊斯科耶油田投产油井数 24 口，刚刚于 2015 年下半年投产，平均日产油 9700 吨；截至 2016 年 1 月 12 日，平均单井日产油 404 吨。单井产量之高，大大请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

降低了桶油成本。此外，油田位于高纬地区（北纬 65° 以上），在税收上可享有一定优惠。

图 6：雅吉欧公司的主要油田资产为亚鲁杰伊斯科耶（Yarudeyskoye）油田



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

根据 DeGolyer & MacNaughton 出具的 2014 年 12 月 31 日的储量报告，亚鲁杰伊斯科耶油田的石油及天然气储量情况如下表所示。

表 5：Yarudeyskoye 油田剩余可采油气储量

Yarudeyskoye 油田剩余可采石油储量（百万桶）			
公司名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
雅吉欧公司	106.94	250.75	357.70
Yarudeyskoye 油田剩余可采凝析油储量（百万桶）			
公司名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
雅吉欧公司	5.70	8.11	13.81
Yarudeyskoye 油田剩余可采天然气储量（百万立方米）			
公司名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
雅吉欧公司	10,921	17,461	22,418

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

油田于 2015 年 12 月刚刚投产，地面配套完善，冬季亦可正常作业，剩余可采储量大，目前处于产量快速上升期，油田质地优良，开发成本低。公司计划未来三年内新钻水平井 32 口、直井 20 口，配套建设石油管道、天然气管道、管道中转站、中央生产设备、传输与接收

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

点、客户服务建设等地面设施；目前日均产量约 9700 吨，及年产量约 350 万吨；新钻井实施完成后，预计油田年产油能力可达到 400 万吨。

销售方面，Novatek 与雅吉欧公司于 2015 年 12 月 10 日达成的石油营销协议，有效期至 2016 年末。未来已成为上海浣洲鑫科子公司的雅吉欧公司短期内也不排除与包括 Novatek 在内的合作方在产品销售方面开展合作，雅吉欧公司也将根据收购的进程适时建立自己的营销机构和营销渠道并培育营销队伍。

此外，由于油田毗邻由中石油（20%）和丝路基金（9.9%）参与投资的亚马尔气田，中国石油计划投资兴建码头运输产品，因此该油田未来的产品销售有望利用中国石油的销售途径进行。

根据公司产品计划，上述两个油田项目（班克斯与雅吉欧）的销售将采用美元结算，人工、服务、一般采购等成本将以当地货币支付，因此可以在一定程度上规避当地货币贬值的风险。

(三) 基傲项目——近 1 万 km² 的滨里海勘探区块，增储潜力巨大

上海基傲投资管理有限公司成立于 2014 年，主要资产是其间接控股 NCP 公司持有的位于 5 个区块资产，主要业务为通过 NCP 公司在哈萨克斯坦从事石油勘探。NCP 公司的日常运营任务主要是运用各种勘探手段采集资料，评价区块油气成藏条件，综合评价区块资源潜力，优选有利勘探目标实施钻探以及发现油田。NCP 公司为独立的石油公司，拥有完整的管理团队和国际化的生产运营模式，将根据生产实际需求，包括地震、钻井、测井、测试等业务，通过招标等方式选择有资质的承包商。

目前 NCP 公司持有的 5 个区块的地下资源使用合同均处于勘探期并已取得哈萨克斯坦能源部的批准，至 2016 年 11 月 14 日到期。合同到期后，NCP 公司有权将五份合同延期，可延期两次，每次延期为两年；NCP 公司需在合同到期前提前三个月申请延期。根据最新的第三方资源量报告，五个区块合计的石油地质资源量为 17.41 亿吨，可采资源量为 6.09 亿吨。

NCP 公司所拥有的五个油气勘探区块分别位于滨里海盆地的巴雷科什（Balykshi）、卡拉巴斯（Karabas）、东扎尔卡梅斯（Zharkamys East）、位于北乌斯丘尔特盆地的萨伊乌杰斯（Sai-Utes）以及位于曼格什拉克盆地的阿克套（Aktau），总面积 9849 平方公里。部分区块勘探已取得石油发现，有望进一步扩大勘探成果；另外仍有大面积未勘探但潜力巨大的区域，未来增储潜力巨大。

图 7：NCP 公司勘探区块位置



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

巴雷科什（Balykshi）、卡拉巴斯（Karabas）和东扎尔卡梅斯（Zharkamys East）3 个区块的地层分为盐上层系（白垩系、侏罗系和三叠系）、含盐层系（空谷阶）和盐下层系（二叠系，石炭系和泥盆系）。阿克套（Aktau）和萨伊乌杰斯（Sai-Utes）区块主要发育白垩系、侏罗系和三叠系地层。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

巴雷科什（Balykshi）区块位于滨里海盆地南部，区块周边已发现多个盐上油田，区块的南部已发现了卡沙干和田吉兹等超大型油田。该区块位于有利的成藏区带，勘探潜力大。

东扎尔卡梅斯（Zharkamys East）区块位于滨里海盆地东缘大型古生代隆起带，区块以东和东北已发现多个盐下大型油田，区块以北发现两个盐上油田。区块具备良好油气成藏条件，勘探潜力大。

根据哈萨克斯坦 OPTIMUM 研究院于 2016 年 3 月出具的资源评估报告，NCP 公司所持有的 5 个勘探区块预测石油资源量如下：

表 6：NCP 公司所持有的 5 个勘探区块预测石油资源量

区块	层系	石油地质资源量 (百万吨)	原油采收率 (%)	石油可采资源量 (百万吨)
巴雷克沙	盐上	179.9	35	63.0
	盐下	219.0	35	76.6
	小计	398.9	-	139.6
卡拉巴斯	盐上	210	35	73.5
	盐下	374.8	35	131.2
	小计	584.8	-	204.7
东扎尔卡姆斯	盐上	303	35	106.1
	盐下	213.7	35	74.8
	小计	516.7	-	180.9
萨伊-乌捷斯	PZ	198	35	69
	小计	198	-	69
阿克套	三叠纪	42.5	35	14.9
	小计	42.5	-	14.9
合计		1,741.3	35	609.4

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（四）马腾油田及克山油田——顺利交接、平稳运营

2014 年 6 月，公司在顺利完成对马腾公司 95% 股份的收购交割工作。马腾油田位于哈萨克斯坦阿克陶地区，由马丁、东科、卡拉三个油田构成，采矿权总面积 75.2 平方公里，总体上是一个油藏埋藏浅、储层物性好、储量丰度大的常规砂岩构造油藏，剩余可采储量 1480 万吨。

项目收购后，在油价持续下跌的环境下，公司采取有序开采经营策略，平稳运营，保持了收购前 50 万吨/年的原油产量。此后的 2016 年 3 月，洲际油气全资子公司中科荷兰能源与 BakharidinNugmanovich Ablazimov 先生签署协议，通过支付现金的方式购买其所持有的马腾公司 5% 股份。交易完成后，洲际油气直接或间接持有马腾公司 100% 股份。

2015 年 8 月，公司又成功收购了位于哈萨克斯坦的克山公司 100% 的股权，克山公司成为马腾公司的全资子公司，公司的石油勘探与开发业务规模进一步扩大。

图 8：马腾油田及克山油田均位于哈萨克斯坦油气资源丰富的滨里海地区



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

克山公司拥有在滨里海盆地的莫斯科耶 Morskoe（距 Tengiz 油田约 10 公里，距马腾项目卡拉阿尔纳油田约 30 公里，油田周边的开发基础设施较便利）、道勒塔利 Dauletaly、卡拉套 Karatal 三个区块油田 100% 开采权益。三个油田均位于哈萨克斯坦油气富集的滨里海盆地，勘探开发许可总面积合计约 210.9 平方公里。克山油田主力油层厚度大、天然能量充足、储层埋深浅，目前剩余可采储量 1638 万吨，年产油量 15 万吨，目前边打边建、今年产量可达 20 万吨，计划 2~3 年内建成产能 50 万吨。

马腾油田与克山油田目前年产原油供给 65 万吨左右，所产原油以外销为主（85% ~

90%)，其余部分内销。

表 7：马腾油田和克山油田拥有 2.2 亿桶的剩余可采储量

油田名称	剩余可采储量（万桶）	目前产量(万吨)
马腾油田	10750	50
克山油田	11090	15
合计	21840	65

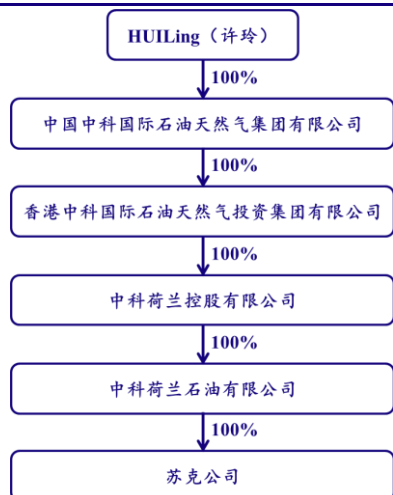
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

这两年来马腾油田和克山油田的顺利交接和平稳运营，为公司的成功转型奠定了坚实基础，洲际油气也真正成为了一家专业性油公司。

（五）苏克公司——主导管理、利润分成，吸引斯伦贝谢投资参与

作为洲际油气大股东和实际控制人保护上市公司和投资者利益的举措，Hui Ling(许玲)女士所控制的 Sino-Science Netherlands Petroleum B.V.（以下简称“中科荷兰石油”）于 2015 年 10 月签署协议，将 Sozak Oil and Gas LLP.（以下简称“苏克公司”）10% 股权无偿赠与洲际油气。

图 9：苏克公司原控股架构



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

苏克公司核心业务为天然气勘探与开发，现拥有与哈萨克斯坦能源部签订的编号为 2433 的勘探合同项下的马塞尔区块的勘探权利（100% 权益），尚未进行天然气的商业化开发。该气田位于哈萨克斯坦南哈州，距离西气东输管线最近距离 60 公里。气田矿权面积 18720.9 平方公里，目前探明含气面积达到 5000 平方公里以上。截至 2015 年 9 月 30 日，苏克公司共计完成二维地震 4960 公里，三维地震 426 平方公里；目前区域内各类井共 59 口，完成钻井取芯井 42 口，实际芯长 3671 米，获得岩心分析化验数据 1842 个。全区共有 49 口井 215 井层进行了测试。国际评估公司 GCA 评估结果表明，区块最佳可采天然气储量财务净现值（10%）达 50.06 亿美元；中国石油大学研究表明，区块可采资源量达到 18000 亿方以上。

为充分利用洲际油气及相关子公司在石油天然气勘探开发业务的技术、管理、经营、资金、人才等方面的优势，洲际油气与苏克公司及其控股股东“中科荷兰石油”签署了《合作开发协议》，由公司或公司指定的子公司投入技术、人员和勘探、开发资金等，由苏克公司及公司共同派驻代表组成联合管委会对合同区气田的勘探、开发及生产进行经营管理。在合同区气田进入商业化生产阶段后，双方进行天然气产量分成，洲际油气享有 51% 的收益权。目前，由双方共同组建的联合管理委员会业已成立。

2016 年 3 月 11 日，苏克公司与斯伦贝谢签订了合作开发苏克气田框架协议。协议要求斯伦贝谢提供资金、管理及技术，苏克公司提供气田，生产出来的油气按照一定的比例进行产品分成。类似的由斯伦贝谢直接参与投资的“SPM (Schlumberger Production Management)”模式，此前在全球范围内仅有四项。这一合作协议的签署，充分表明了斯伦贝谢作为国际技术最先进的油田服务商对该区块未来发展空间的看好。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 10：苏克公司与斯伦贝谢签订了合作开发苏克气田框架协议

苏克气田项目合作开发备忘录

THIS MEMORANDUM OF UNDERSTANDING (the "MOU") is made this 11th of March, 2016 (the "Effective Date") between

合作开发备忘录（下称“本备忘录”）由以下双方于 2016 年 3 月 11 日订立。

- (1) Sozak Oil & Gas LLP, a company incorporated in the Republic of Kazakhstan (registered number 10100081709478) whose registered office is at House 42, Street Zheltoksan, 120014, Kyzylorda, Kyzylorda region, Kazakhstan (hereinafter referred to as "Sozak"); and

Sozak Oil & Gas LLP 是一家注册于哈萨克斯坦共和国（以下简称“哈萨克斯坦”）的公司，注册地址位于 House 42, Street Zheltoksan, 120014, KYZYLORDA, Kyzylorda region, KAZAKHSTAN。公司注册号:10100081709478，（以下简称“苏克公司”）

- (2) Schlumberger Logelo, Inc., a company incorporated in Republic of Panama (registered number 191278) whose registered office is at №.8 Aquilino de la Guardia, Panama City, Republic of Panama (hereinafter referred to as "Schlumberger").

Schlumberger Logelo, Inc. 是一家注册于巴拿马共和国的公司，注册地址位于 №.8 Aquilino de la Guardia, Panama City, Republic of Panama。公司注册号：191278（以下简称“斯伦贝谢”）

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（六）聚焦常规油气，本次收购若完成，体量将大增

公司之所以在常规油田之外收购此勘探项目，也是考虑到公司的长远发展，体现了管理层的远见和责任感。国际上考核油公司通常参考三大指标——储量、桶油成本以及现金流。那么，为了公司的长期可持续发展，就需要配置包括原油开采和勘探等不同类型的资源。公司层面对这两类资源的中远期规划为——开发生产类：勘探类 = 80%：20%。NCP 公司所带来的大量优质勘探资源，可以帮助公司在未来实现原油储量的接替和扩张。

本次资产购买完成后，公司矿权面积从 19165 平方公里上升到 32056 平方公里，其中开发区域储量面积从 882 平方公里上升到 1177 平方公里，勘探区域面积从 18283 平方公里上升到 30879 平方公里。

图 11：公司本次收购完成后，油气矿权和勘探面积将大大增加



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

公司本次收购若完成，剩余可采储量（即证实+概算，2P 储量）将从之前的 2.18 亿桶增加到 6.8 亿桶（其中权益 5.5 亿桶），增长超 2 倍；年产量将从目前的 65 万吨增长到收购后的 535 万吨（权益产量超 360 万吨），增长超 5 倍；未来 2-3 年通过扩产，产能有望提高到 700 万吨（权益 500 万吨）。

表 8：公司本次收购后储量增长超 2 倍、产量增长超 6 倍

油田名称	原油剩余可采储量(万桶)	天然气剩余可采储量(万桶)	油当量剩余可采储量(万桶)	目前产量(万吨)	未来3年后产能(万吨)
马腾油田	10,750	122	10,872	50	50
克山油田	11,090	299	11,389	15	50
小计	21,840	421	22,261	65	100
班克斯	20,230	0	20,230	120	200
雅吉欧(51%)	25,886	10,631	36,517	350	400
合计	67,956	11,052	79,008	535	700
权益储量	55,272	5,843	61,115	364	504

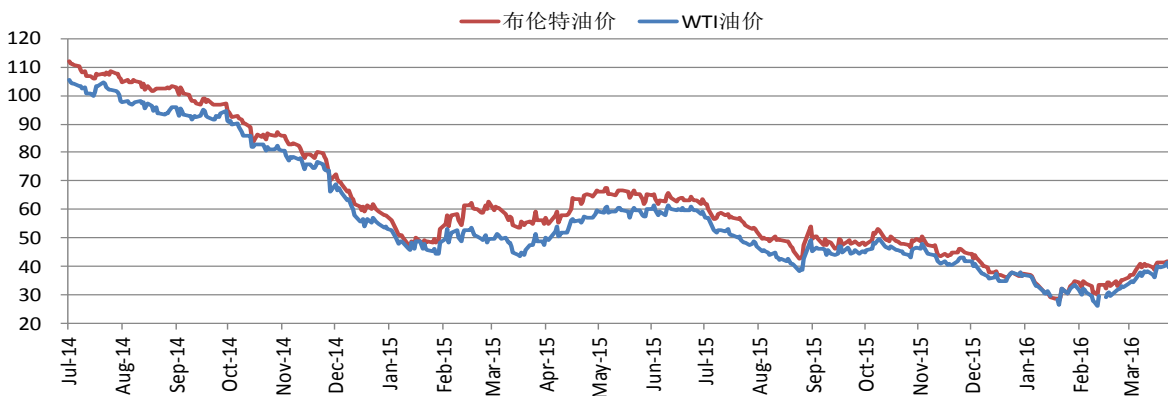
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

三、借力“一带一路”国家战略，打造民营国际化石油公司

(一) 油价底部区域，海外抄底最佳时机

2014年下半年以来，在多重因素共同影响下，国际原油价格出现断崖式下跌。期间 Brent 和 WTI 价格从 110 美元/桶左右跌至 40 美元/桶左右，2016 年一季度更是一度跌破 30 美元/桶，双双创 13 年来新低。

图 12：2014 年油价大跌以来的 Brent 和 WTI 原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind，中国银河证券研究部

已经可以看到的是，持续一年半之久的低油价已为全球各大石油公司带来了许多经营困难，净利润大幅下降，不得不纷纷采取压缩成本、裁减人员、缩减产量和资本开支等措施维持公司的生产经营。雪佛龙、中国石化等已经出现上游勘探开发业务亏损的情况。

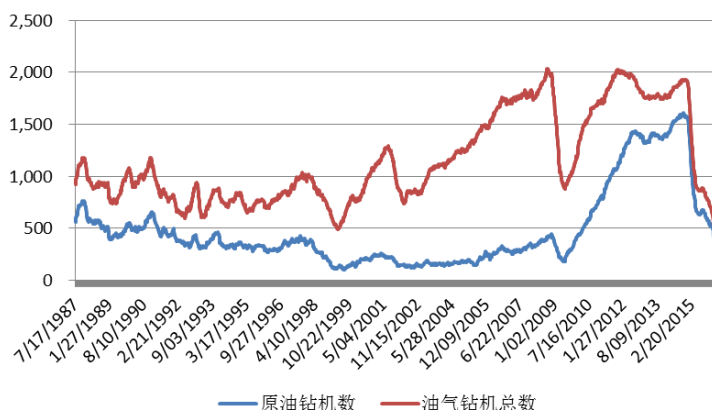
表 9：2015 年全球石油公司业绩均大幅下降

公司	净利润	同比降幅
埃克森美孚	162 亿美元	50%
雪佛龙	46 亿美元	70%
壳牌	38 亿美元	80%
BP	59 亿美元	51%
中国石油	355 亿元	67%
中国石化	322 亿元	32%
中海油	202 亿元	66%

资料来源：中国银河证券研究部

依赖资金高频率周转的页岩油气资源开发，此前在美国引发“页岩气革命”，改写美国能源格局，现而今也颓势尽显，原油钻机数和油气钻机总数在油价暴跌后同样呈现断崖式下跌，较此前高点已减少余 75%，双双创十余年来新低。

图 13：2014 年原油价格暴跌以来，美国油气钻机数呈现断崖式下跌



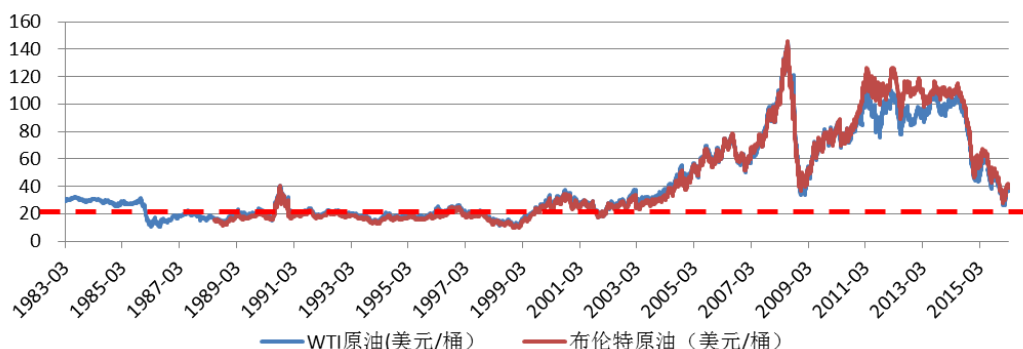
资料来源：wind，中国银河证券研究部

在此期间，一些油气资源业主需要出售资源换取现金流、一些财务投资者有意愿抛售资产套现，从而在油气资源领域形成许多价值洼地，成为海外资源收购的重要战略机遇期。

例如此次收购的标的之一——班克斯石油公司，去年该公司报价曾高达 17 亿美元，而在油价趋势性下跌的过程中通过洲际油气的艰苦谈判，此次收购的交易对价被压低至约 29.8 亿元（约 4.6 亿美元），大大降低了收购成本和未来的桶油成本。班克斯公司的财务报表显示，截至 2014 年末其净资产为 8.33 亿加元，折合人民币约 41.6 亿元，那么此次交易对价甚至低于其净资产，相应的 PB 仅为 0.7。

从近三十年的原油价格趋势来看，目前 40 美元/桶的价格已处于长周期的底部区域，未来大幅下跌的几率与空间已经不大。从全行业的成本来看，目前油价已经低于大部分地区 and 油公司的原油生产成本，更低的价格是非理性与不可持续的，将导致行业的全面亏损与萎缩。

图 14：目前 40 美元/桶的价格已处于长周期的底部区域



资料来源：wind，中国银河证券研究部

近期，部分产油国转变不减产态度并同意“冻产”，在原油过剩压力有望减轻的市场预期下，油价出现一轮反弹。油价之前一路走低，供应过剩和需求不振被视为关键因素；未来一段时间，油价企稳回踩还是反弹向上的核心因素转向供给端，主要看 OPEC 不减产政策的实

施程度。

我们判断，2016 年原油供过于求的局面会改善，但可能主要体现在下半年，油价可能前低后高。之前 30 美元以下的油价已跌破了除中东以外的大部分石油公司的完全成本，也增加了主要产油国的政治动荡风险。我们认为在 OPEC 减产预期破灭之前，油价不大会有大的风险；要注意减产落空和库存累积可能会带来油价的回调，但再创新低的概率不大，今年底有望回到 40~50 美元/桶的区间。

基于对未来一个时期油价谨慎乐观的判断，公司将尽快推动收购工作进行，年内有望完成全部收购工作并实现并表。

（二）借力国家战略，“油气并举”、“双轮驱动”

“一带一路”沿线地区拥有丰富的油气资源，是洲际油气收购海外标的的重点考察区域。例如公司已有投资的哈萨克斯坦，是全球最大的石油天然气巨头之一。相关统计显示，哈萨克斯坦绝大部分石油资源分布在滨里海盆地，石油探明储量在全球排名第 9，在独联体国家排名第 2。公司将充分利用“一带一路”优惠政策和国家支持，在相关区域寻求优质油气资源的收购。此次收购三个项目的资源所在地——阿尔巴尼亚（班克斯项目）、俄罗斯（雅吉欧项目）和哈萨克斯坦（NCP 勘探区块）——均在“一带一路”区域之列。

图 15：横贯欧亚的“一带一路”战略



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

未来公司将充分发挥现在在“一带一路”沿线形成的网络体系，利用研究院已经形成的研究实力，优选资产标的，多国家、多区域合理配置资源，分散国别政治及经济风险。

此外，公司还秉承“油气并举”、“双轮驱动”的发展战略，采取收购资产的方式实现公司的快速发展与扩张。“油气并举”要求公司在加快既有原油开采和苏克气田开发的同时，后续着重加强天然气资产的收购，提高天然气储量、产量比例，完善公司主营业务结构；“双轮

驱动”要求公司一方面做强现有油田，一方面通过不断的勘探开发扩大资源量。以马腾油田为例，2014 年 6 月完成马腾公司 95% 股权交割以来，公司就马腾项目的价值提升，积极推进原有权益区内的滚动勘探和权益区面积的扩大，使得马腾项目储量提升 60%、权益面积扩大一倍以上，项目价值得到了明显提升。

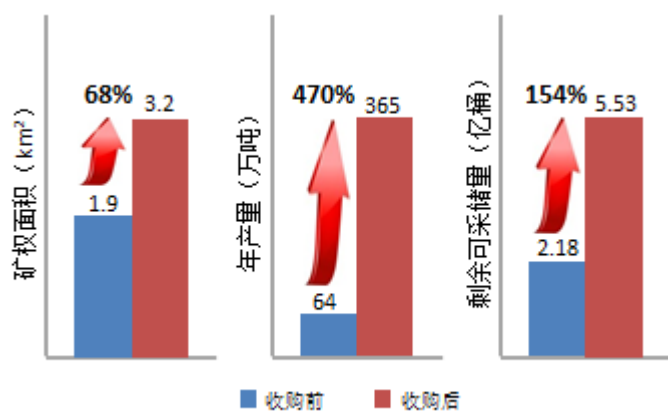
除此之外，公司还油气投融资方面进行了实质性操作，与美国“第一储备（First Reserve）”建立了战略合作伙伴关系，计划向其第十三期基金有限合伙企业认购总计 1.3 亿美元的投资份额。第一储备是专注于能源行业的全球最大的私募股权投资基金，通过 30 余年的行业洞察、专业投资以及卓越运营，不仅建立了一个稳固的全球关系网络，而且累计募集了超过 260 亿美元的投资资金。未来洲际油气还将发起设立石油天然气产业基金，并将其打造成为储备、筛选和孵化项目的平台。

四、投资建议

洲际油气是 A 股“石油与天然气开采业”四家上市（中国石油、中国石化、广汇能源、洲际油气）公司之一，是为数不多的拥有海外常规油气资源的民营企业，目前原油年产量约为 65 万吨；收购完成后产量将达到 360 万吨，未来 3 年年产量有望超过 500 万吨。

此次收购完成后，公司将从中小型公司迈向大型公司，负债从 60% 降至 20% 左右，市值从 178 亿扩大至 300 亿以上，权益产量达到 300 万吨/年以上，有望提前实现公司于 2014 年提出的“3~5 年产量达到 500 万吨/年”的目标。

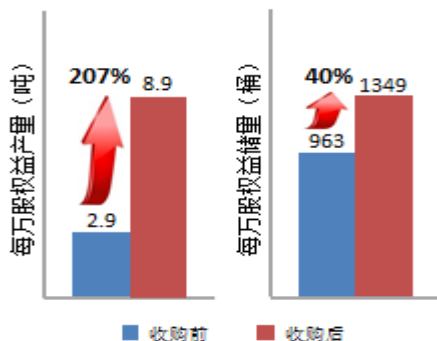
图 16：通过本次收购，公司资源量将得到一次飞跃式的提升



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

通过本次收购，公司资源量将得到一次飞跃式的提升，矿权面积由收购前的 1.9 万平方千米增长至 3.2 万平方千米；剩余可采储量的大幅提升主要来自原油可采储量的增加——从 2.18 亿桶增长至 6.8 亿桶（其中权益剩余可采储量 5.53 亿桶），增长 1 倍以上；年产量则由收购前的 65 万吨增加到收购后的 535 万吨（其中权益产量为 364 万吨），增长 5 倍左右。

图 17：通过本次收购，公司单位股本的储量和产量也显著提升



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

此次增发完成后，公司单位股本所对应的原油可采储量和产量也将显著提升。按发行后 41 亿总股本测算，每万股拥有的剩余可采储量从 963 吨提升到 1349 吨；每万股对应的原油产量从 2.9 吨提升到 8.9 吨，将近原来的 3 倍。

本次收购完成后，公司将成为中大型的纯正油气生产企业，对油价的业绩弹性也将大大增加；从 40 美元/桶以上，每上涨 10 美元/桶，按照当前约 350 万吨年产量测算，将增厚净利润约 10 亿元。

我们假设 2016~2018 年 Brent 平均油价分别为 42 美元/桶、50 美元/桶和 60 美元/桶；假设此次收购 2016 年 10 月完成交割，我们预计 2016 年原油产量约为 115 万吨（现有 65 万吨+收购权益贡献 2 个月 $300 \times 1/12 = 50$ 万吨），预计 2017-2018 预计原油年产量为 400 万吨和 500 万吨（2016 年年化产量 360 万吨）；我们预计公司 2016-2018 年归属于母公司净利润分别为 0.80 亿元、13.85 亿元和 32.31 亿元（其中 2016 年年化净利润预计为 2.49 亿元）；按本次增发完成、41 亿股本全面摊薄后，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.34 元和 0.79 元（其中 2016 年年化业绩预计为 0.06 元），给予“推荐”评级。

	2014A	2015E	2016E	2016 年化	2017E	2018E
Brent 油价（美元/桶）		54	42	42	50	60
公司年产量（万吨）		55	115	360	400	500
营业收入（百万元）	1,387	1,229	2,229	6,978	9,230	13,845
营业收入增长率				468%	32%	50%
净利润（百万元）	85	3	80	249	1,385	3,231
净利润增长率	/	/		8208%	317%	133%
全面摊薄后 EPS（元）	0.02	0.001	0.02	0.06	0.34	0.79
P/E	/	/		129	23	10

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

风险提示：油价再度下跌难以企稳，增发及收购进程低于预期，国际政治关系风险，汇率风险

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

裴孝锋、王强，石化和化工行业证券分析师。2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn